

# 凯乐科技 (600260)

证券研究报告

2019年10月29日

## 凯乐科技：业绩稳定增长，经营质量明显好转

事件：(1) 公司19年前三季度营收115.7亿，同比减少-2.44%，归母净利润9.68亿，同比增长14.82%，扣非归母净利润8.72亿，同比增加5.85%。前三季度毛利率为14.86%，同比减少0.17%。(2) Q3季度营收32.4亿，同比减少14.69%，归母净利润3亿元，同比增长32.55%，扣非归母净利润2.7亿，同比增长18.36%，三季度末资产负债率58.64%，同比下降10.85%(3) 前三季度预付账款72.11亿元，同比减少25.68%。

点评：

### 1. 公司优化商业模式，改善收入结构。

公司第三季度在营收下降的基础上，实现了毛利率和净利润的增长，同时伴随资产负债率的下降，这主要是公司专网通信产品后端加工业务的减少，同时多环节业务的增多，从而优化了商业模式，进而改善了收入的结构。同时公司的预付账款的减少则是由于调整了供应商的支付方式，占用资金从而减少。

### 2. 公司专网通信业务持续增长可期

公司自2014年确定打造大通信产业闭环，积极参与军民融合发展战略以来，在做好传统光纤、光缆通信产品基础上，积极进行产品的延伸和拓展，从专网通信产品简单加工入手，逐步承接专网通信产品多环节生产制造业务，未来持续增长可期。

### 3. 量子通信+电子围栏，打造国家级信息安全平台

公司在和中科大、清华大学、国防科大等高校紧密合作的基础上不断引进消化吸收，产品不仅已经实现党政军的稳定高可靠安全通信，同时还在向金融等重大领域逐步延伸。

### 4. 投资建议

基于公司稳健经营战略调整，公司逐步调整传统业务的业务规模，我们调整公司19-20年营收预测为168.7/171.3亿元(原值为180.5/204.3亿元)，调整18-19年归母净利润为10.6/13.0亿元(原值为11.4/15.6亿元)，目前股价对应PE分别为13.31/10.91倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**专网通信产品交付进度不及预期；子公司业绩不及预期；量子通信增长不及预期；

| 财务数据和估值     | 2017      | 2018      | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 15,138.43 | 16,957.84 | 16,873.05 | 17,126.14 | 17,297.40 |
| 增长率(%)      | 79.78     | 12.02     | (0.50)    | 1.50      | 1.00      |
| EBITDA(百万元) | 1,477.18  | 2,214.41  | 1,813.34  | 2,073.55  | 1,930.25  |
| 净利润(百万元)    | 739.58    | 904.73    | 1,062.52  | 1,295.83  | 1,138.65  |
| 增长率(%)      | 305.85    | 22.33     | 17.44     | 21.96     | (12.13)   |
| EPS(元/股)    | 0.74      | 0.90      | 1.06      | 1.29      | 1.14      |
| 市盈率(P/E)    | 19.12     | 15.63     | 13.31     | 10.91     | 12.42     |
| 市净率(P/B)    | 3.01      | 2.55      | 2.05      | 1.75      | 1.56      |
| 市销率(P/S)    | 0.93      | 0.83      | 0.84      | 0.83      | 0.82      |
| EV/EBITDA   | 16.75     | 6.49      | 8.51      | 6.35      | 7.42      |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 通信/通信设备  |
| 6个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格  | 13.89元   |
| 目标价格  | 元        |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 1,000.72    |
| 流通A股股本(百万股) | 946.50      |
| A股总市值(百万元)  | 13,899.93   |
| 流通A股市值(百万元) | 13,146.87   |
| 每股净资产(元)    | 6.39        |
| 资产负债率(%)    | 58.64       |
| 一年内最高/最低(元) | 25.58/11.68 |

### 作者

潘暕 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

张健 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010002  
zjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《凯乐科技-公司点评:军品直供突破，量子通信量产，增持彰显信心》2019-02-15
- 《凯乐科技-公司点评:预计Q3业绩高速增长，回购方案彰显信心》2018-10-17
- 《凯乐科技-半年报点评:专网通信业务保持增长势头，毛利率改善显著》2018-08-22

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2017             | 2018             | 2019E            | 2020E            | 2021E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 739.12           | 1,465.24         | 2,436.72         | 5,248.10         | 4,496.57         |
| 应收票据及应收账款       | 1,760.35         | 1,243.26         | 2,131.14         | 202.31           | 2,154.47         |
| 预付账款            | 9,721.59         | 12,139.67        | 5,416.78         | 13,502.13        | 6,207.72         |
| 存货              | 2,832.95         | 3,323.59         | 3,721.98         | 2,670.93         | 4,384.92         |
| 其他              | 641.79           | 658.48           | 679.44           | 595.48           | 719.76           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>15,695.81</b> | <b>18,830.25</b> | <b>14,386.05</b> | <b>22,218.95</b> | <b>17,963.44</b> |
| 长期股权投资          | 253.71           | 231.09           | 231.09           | 231.09           | 231.09           |
| 固定资产            | 865.32           | 897.38           | 914.03           | 933.97           | 942.87           |
| 在建工程            | 72.77            | 97.70            | 94.62            | 104.77           | 92.86            |
| 无形资产            | 136.43           | 148.20           | 129.66           | 111.12           | 92.58            |
| 其他              | 1,594.15         | 1,532.69         | 1,509.62         | 1,528.24         | 1,521.74         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>2,922.38</b>  | <b>2,907.05</b>  | <b>2,879.02</b>  | <b>2,909.19</b>  | <b>2,881.14</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>18,618.19</b> | <b>21,737.30</b> | <b>17,265.07</b> | <b>25,128.14</b> | <b>20,844.58</b> |
| 短期借款            | 3,289.18         | 2,366.87         | 2,000.00         | 2,500.00         | 2,800.00         |
| 应付票据及应付账款       | 1,935.62         | 2,650.64         | 1,360.73         | 2,648.53         | 1,611.83         |
| 其他              | 6,712.61         | 10,363.58        | 5,244.18         | 10,178.56        | 5,647.11         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>11,937.42</b> | <b>15,381.09</b> | <b>8,604.91</b>  | <b>15,327.09</b> | <b>10,058.94</b> |
| 长期借款            | 337.76           | 393.24           | 350.00           | 400.00           | 450.00           |
| 应付债券            | 1,195.20         | 0.00             | 861.98           | 685.73           | 515.90           |
| 其他              | 29.04            | 27.71            | 25.37            | 27.37            | 26.82            |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>1,562.00</b>  | <b>420.95</b>    | <b>1,237.35</b>  | <b>1,113.10</b>  | <b>992.72</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>13,499.42</b> | <b>15,802.04</b> | <b>9,842.26</b>  | <b>16,440.19</b> | <b>11,051.66</b> |
| 少数股东权益          | 416.39           | 396.48           | 531.70           | 629.01           | 708.92           |
| 股本              | 708.85           | 714.80           | 1,000.72         | 1,000.72         | 1,000.72         |
| 资本公积            | 2,111.48         | 2,195.24         | 2,195.24         | 2,195.24         | 2,195.24         |
| 留存收益            | 3,988.99         | 4,906.59         | 5,890.39         | 7,058.22         | 8,083.28         |
| 其他              | (2,106.94)       | (2,277.85)       | (2,195.24)       | (2,195.24)       | (2,195.24)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>5,118.78</b>  | <b>5,935.26</b>  | <b>7,422.81</b>  | <b>8,687.95</b>  | <b>9,792.92</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>18,618.19</b> | <b>21,737.30</b> | <b>17,265.07</b> | <b>25,128.14</b> | <b>20,844.58</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2017            | 2018              | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 806.43          | 915.55            | 1,062.52        | 1,295.83        | 1,138.65        |
| 折旧摊销           | 105.77          | 99.75             | 64.96           | 68.45           | 71.55           |
| 财务费用           | 444.69          | 488.91            | 372.02          | 364.17          | 422.96          |
| 投资损失           | (4.75)          | (5.72)            | (7.54)          | (7.54)          | (7.54)          |
| 营运资金变动         | (1,279.36)      | 299.04            | (372.59)        | 1,094.98        | (2,198.95)      |
| 其它             | 84.17           | (160.46)          | 142.34          | 98.96           | 81.72           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>156.96</b>   | <b>1,637.07</b>   | <b>1,261.71</b> | <b>2,914.85</b> | <b>(491.60)</b> |
| 资本支出           | 146.00          | 102.44            | 62.34           | 77.99           | 50.56           |
| 长期投资           | (15.71)         | (22.63)           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (376.69)        | (143.82)          | (114.80)        | (150.46)        | (93.02)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(246.40)</b> | <b>(64.01)</b>    | <b>(52.46)</b>  | <b>(72.46)</b>  | <b>(42.46)</b>  |
| 债权融资           | 5,048.57        | 3,919.96          | 3,771.52        | 4,234.33        | 4,555.23        |
| 股权融资           | 545.11          | (514.71)          | (3.49)          | (364.17)        | (422.96)        |
| 其他             | (5,314.22)      | (4,814.12)        | (4,005.79)      | (3,901.17)      | (4,349.74)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>279.46</b>   | <b>(1,408.87)</b> | <b>(237.77)</b> | <b>(31.01)</b>  | <b>(217.47)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>190.02</b>   | <b>164.19</b>     | <b>971.48</b>   | <b>2,811.38</b> | <b>(751.53)</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017             | 2018             | 2019E            | 2020E            | 2021E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>15,138.43</b> | <b>16,957.84</b> | <b>16,873.05</b> | <b>17,126.14</b> | <b>17,297.40</b> |
| 营业成本             | 13,385.90        | 14,394.88        | 14,207.11        | 14,385.96        | 14,529.82        |
| 营业税金及附加          | 40.27            | 55.26            | 47.73            | 49.94            | 51.91            |
| 营业费用             | 131.75           | 111.43           | 269.97           | 239.77           | 294.06           |
| 管理费用             | 167.08           | 184.00           | 303.71           | 222.64           | 328.65           |
| 研发费用             | 111.28           | 557.72           | 253.10           | 171.26           | 172.97           |
| 财务费用             | 432.51           | 517.25           | 372.02           | 364.17           | 422.96           |
| 资产减值损失           | 29.57            | 96.89            | 50.59            | 59.02            | 68.83            |
| 公允价值变动收益         | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 4.75             | 5.72             | 7.54             | 7.54             | 7.54             |
| 其他               | (12.54)          | (16.93)          | (15.08)          | (15.08)          | (15.08)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>847.87</b>    | <b>1,051.62</b>  | <b>1,376.36</b>  | <b>1,640.93</b>  | <b>1,435.74</b>  |
| 营业外收入            | 82.40            | 79.15            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 营业外支出            | 9.06             | 4.52             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>利润总额</b>      | <b>921.21</b>    | <b>1,126.25</b>  | <b>1,376.36</b>  | <b>1,640.93</b>  | <b>1,435.74</b>  |
| 所得税              | 114.78           | 210.70           | 171.50           | 246.14           | 215.36           |
| <b>净利润</b>       | <b>806.43</b>    | <b>915.55</b>    | <b>1,204.86</b>  | <b>1,394.79</b>  | <b>1,220.38</b>  |
| 少数股东损益           | 66.85            | 10.82            | 142.34           | 98.96            | 81.72            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>739.58</b>    | <b>904.73</b>    | <b>1,062.52</b>  | <b>1,295.83</b>  | <b>1,138.65</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.74             | 0.90             | 1.06             | 1.29             | 1.14             |

| 主要财务比率         | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|----------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |        |         |         |
| 营业收入           | 79.78%  | 12.02% | -0.50% | 1.50%   | 1.00%   |
| 营业利润           | 224.71% | 24.03% | 30.88% | 19.22%  | -12.50% |
| 归属于母公司净利润      | 305.85% | 22.33% | 17.44% | 21.96%  | -12.13% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |        |         |         |
| 毛利率            | 11.58%  | 15.11% | 15.80% | 16.00%  | 16.00%  |
| 净利率            | 4.89%   | 5.34%  | 6.30%  | 7.57%   | 6.58%   |
| ROE            | 15.73%  | 16.33% | 15.42% | 16.08%  | 12.53%  |
| ROIC           | 16.86%  | 14.48% | 19.64% | 20.83%  | 22.32%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |        |         |         |
| 资产负债率          | 72.51%  | 72.70% | 57.01% | 65.43%  | 53.02%  |
| 净负债率           | 84.19%  | 41.36% | 17.98% | -11.67% | 0.60%   |
| 流动比率           | 1.31    | 1.22   | 1.67   | 1.45    | 1.79    |
| 速动比率           | 1.08    | 1.01   | 1.24   | 1.28    | 1.35    |
| <b>营运能力</b>    |         |        |        |         |         |
| 应收账款周转率        | 10.09   | 11.29  | 10.00  | 14.68   | 14.68   |
| 存货周转率          | 5.52    | 5.51   | 4.79   | 5.36    | 4.90    |
| 总资产周转率         | 0.93    | 0.84   | 0.87   | 0.81    | 0.75    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |        |         |         |
| 每股收益           | 0.74    | 0.90   | 1.06   | 1.29    | 1.14    |
| 每股经营现金流        | 0.16    | 1.64   | 1.26   | 2.91    | -0.49   |
| 每股净资产          | 4.70    | 5.53   | 6.89   | 8.05    | 9.08    |
| <b>估值比率</b>    |         |        |        |         |         |
| 市盈率            | 19.12   | 15.63  | 13.31  | 10.91   | 12.42   |
| 市净率            | 3.01    | 2.55   | 2.05   | 1.75    | 1.56    |
| EV/EBITDA      | 16.75   | 6.49   | 8.51   | 6.35    | 7.42    |
| EV/EBIT        | 17.82   | 6.78   | 8.83   | 6.56    | 7.70    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |